



LES DETERMINANTS DE LA GESTION DES RESULTATS LORS DES FUSIONS: ETUDE DES SOCIETES ABSORBANTES INITIATRICES ET CIBLES

Jennifer Boutant

► To cite this version:

Jennifer Boutant. LES DETERMINANTS DE LA GESTION DES RESULTATS LORS DES FUSIONS: ETUDE DES SOCIETES ABSORBANTES INITIATRICES ET CIBLES. Crises et nouvelles problématiques de la Valeur, May 2010, Nice, France. pp.CD-ROM. hal-00479535

HAL Id: hal-00479535

<https://hal.science/hal-00479535>

Submitted on 30 Apr 2010

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

LES DETERMINANTS DE LA GESTION DES RESULTATS LORS DES FUSIONS: ETUDE DES SOCIETES ABSORBANTES INITIATRICES ET CIBLES

Jennifer BOUTANT

Maître de Conférences - Université de Toulouse
UTI Capitole – CRM-CNRS – Institut d'Administration des Entreprises
2 rue du Doyen Gabriel Marty – 31042 Toulouse cedex 09
Tel (+33) 05 61 63 56 81 - Email: jennifer.boutant@univ-tlse1.fr

Résumé: cette recherche vise à identifier les facteurs explicatifs de la gestion des résultats des dirigeants des sociétés absorbantes avant une fusion française. Elle montre le rôle déterminant de facteurs contextuels et ce au-delà des facteurs politico-contractuels et de gouvernance généralement admis par la littérature. Elle révèle en outre des comportements substantiellement différents selon l'initiative de l'opération. Enfin, en soulignant la potentielle combinaison d'instruments de manipulation pour influencer la parité, cette étude contribue à apporter un nouvel éclairage sur les stratégies comptables des dirigeants avant des fusions acquisitions.

Mots-clés : gestion des résultats, *accruals*, parité, déterminants contextuels, fusions-absorptions

Abstract: this study aims to identify earnings management determinants of acquiring firms prior to French mergers. Especially, it provides evidence of the contextual factors' crucial influence on managers' discretionary accounting choices, beyond contractual and governance factors generally assumed by the literature. Moreover, it reveals accounting behaviours that substantially differ according to the deal initiative. Finally, by highlighting the potential combination of manipulation instruments to influence the exchange ratio, this study contributes to shed new light on managers' accounting strategies prior to mergers and acquisitions.

Keywords: earnings management, *accruals*, exchange ratio, contextual determinants, statutory mergers.

1. Introduction

Depuis la fin des années 1980, l'activité des fusions acquisitions s'est fortement développée pour atteindre un record mondial en 2007 de 4 500 milliards de dollars (3 057 milliards d'euros), avec plus de 1 800 milliards de dollars pour les seules opérations européennes¹. De cette recrudescence des fusions acquisitions est né un fort engouement tant de la part de la presse financière que du monde académique pour ces opérations. Toutefois, dans ce contexte, certains regroupements ont été le théâtre de virulentes batailles, comme l'illustrent les affaires de Sanofi-Synthélabo – Aventis (2004), Arcelor – Mittal (2006), Alcatel – Lucent (2006) GDF – Suez (2008) puis BHP Billiton – Rio Tinto (2008), mettant ainsi en lumière la controverse sur le déficit d'information et les conditions financières proposées lors de la conclusion de ces opérations.

Les travaux académiques s'intéressant aux pratiques comptables des dirigeants à l'occasion des fusions acquisitions ont essentiellement été consacrés à la vérification de l'existence d'une gestion des résultats² des sociétés participantes durant la période précédant l'opération. Selon ces travaux, les dirigeants des sociétés initiatrices et cibles de fusions acquisitions seraient incités à adopter des choix comptables et financiers discrétionnaires visant à influencer le prix de l'opération, et ce d'autant plus lorsque l'opération est financée par actions (Erickson et Wang, 1999 ; Heron et Lie, 2002). Dans ce cas particulier, la société acquéreuse émet de nouvelles actions à destination des actionnaires de la société acquise en rémunération de leurs apports. Le prix s'exprime alors sous la forme d'une parité d'échange (le nombre d'actions de la société acquéreuse, auxquelles donnent droit une ou plusieurs actions de la société acquise) déterminée par confrontation des valeurs relatives des sociétés participantes. Ainsi, plus la valeur de la société acquéreuse (acquise) est élevée, moins (plus) le nombre d'actions à émettre est important. Selon Erickson et Wang (1999), cette situation inciterait les dirigeants acquéreurs à adopter des choix comptables améliorant la valeur de leur société juste avant l'opération de sorte à minimiser le nombre d'actions à émettre. Leur objectif serait de réduire le coût de l'opération et de limiter les effets dilutifs de l'arrivée de nouveaux actionnaires. A l'opposé, les dirigeants des sociétés acquises seraient incités à adopter soit des choix améliorant la valeur de leur entreprise soit des choix la diminuant. Dans le premier cas, l'objectif consisterait à maximiser le nombre d'actions à octroyer à leurs actionnaires et/ou à préserver leurs propres intérêts, notamment leur emploi et leur rémunération (Christie et Zimmerman, 1994). Dans le second cas, il s'agirait de faciliter la transaction avec la société adverse même si cela conduit à minorer le prix offert à leurs actionnaires (Missionnier-Piera et Ben-Amar, 2007).

Si les résultats des travaux, essentiellement initiés dans des contextes anglo-saxons (Erickson et Wang, 1999 ; Da Silva Rosa et al. 2000 ; Rahman et Bakar, 2002 ; Heron et Lie, 2002 ; Louis, 2004 ; Francoeur et Rakoto, 2007 ; Botsari et Meeks, 2008), tendent à démontrer l'existence d'une gestion des résultats de la part des sociétés participantes, les raisons précises de ces comportements restent toutefois à ce jour très peu étudiées et floues (Young, 2008). L'objectif général de ce papier consiste donc à expliquer les comportements comptables des dirigeants avant les fusions acquisitions. S'appuyant sur les travaux initiaux de Djama et Boutant (2006) dans le contexte français, ce papier vise plus précisément à identifier les déterminants de la gestion des résultats des dirigeants acquéreurs avant les fusions, et ce en se concentrant sur l'influence de facteurs contextuels sur les choix comptables des dirigeants de sociétés absorbantes initiatrices et cibles.

Un échantillon composé de fusions-absorptions visées par la COB (désormais AMF) entre 1997 et 2006 est ainsi utilisé pour tester les liens potentiels entre des facteurs caractéristiques des fusions-absorptions et la gestion des résultats des sociétés absorbantes, appréciée au travers de la notion d'*Accruals* discrétionnaires estimés à partir d'une version modifiée du modèle de Jones (1991). Les résultats indiquent que la gestion des résultats des sociétés absorbantes est d'une part influencée par des facteurs contextuels comme la taille relative de l'opération, l'existence d'effets dilutifs attendus, la nature de l'opération et le choix des critères d'évaluation servant à déterminer la parité, puis d'autre part, par des facteurs politico-contractuels et de gouvernance tels que l'intéressement des dirigeants, l'endettement, la taille de l'entreprise, la structure d'actionnariat et du conseil d'administration et le niveau des

résultats. En outre, les analyses font apparaître des comportements substantiellement différents selon que l'absorbante est à l'initiative ou la cible de l'opération.

Cette recherche présente plusieurs contributions. Premièrement, elle est l'une des premières après Djama et Boutant (2006) à identifier empiriquement les déterminants de la gestion des résultats des dirigeants dans le contexte des fusions acquisitions. Ainsi, si cette recherche apporte des résultats conformes à l'hypothèse d'Erickson et Wang (1999) quant à l'influence de la taille relative de l'opération sur les choix comptables discrétionnaires des dirigeants, elle met en évidence le rôle plus large des facteurs contextuels pour les expliquer, et ce au-delà des facteurs politico-contractuels et de gouvernance généralement identifiés par la littérature. Aussi, la prise en compte de l'initiative de la fusion-absorption, en révélant les enjeux sous-jacents à la position de l'absorbante dans l'opération pour les dirigeants et leurs actionnaires, améliore notablement la compréhension de leurs comportements avant l'opération. Deuxièmement, si les travaux antérieurs sur les fusions acquisitions considèrent la gestion des résultats comme l'instrument de choix pour influencer la parité, ce travail va plus loin en reconnaissant que d'autres techniques existent et peuvent être utilisées, parmi lesquelles figure le choix des critères d'évaluation de la société absorbante nécessaire à la pesée comparative des sociétés (Trébucq, 2000). Bien que l'objectif principal de ce papier ne soit pas d'étudier le mode d'interaction de ces techniques, leur potentielle combinaison est néanmoins prise en compte dans la mesure où le choix de recourir à des critères comptables dans l'approche multicritères est alternativement considéré comme un déterminant et une conséquence de la gestion des résultats. Tout ceci participe à fournir un éclairage nouveau sur les stratégies comptables des dirigeants avant les fusions acquisitions.

Le reste du papier est organisé de la manière suivante. La section 2 recense les travaux nécessaires à la formulation des hypothèses de recherche. La section 3 décrit l'échantillon et la méthodologie déployée. Les résultats sont présentés et discutés en section 4. La section 5 résume le présent travail et en expose les principales implications.

2. Littérature et hypothèses

2.1. La taille relative de l'opération et la gestion des résultats

Erickson et Wang (1999) sont les premiers à montrer la gestion des résultats des dirigeants de sociétés acquéreuses lors d'opérations financées par échanges d'actions. Pour ces auteurs, la parité d'échange étant une fonction inverse de la valeur des titres de la société acquéreuse, les dirigeants seraient incités à augmenter leurs résultats comptables durant la période précédant l'opération afin d'améliorer la valeur des titres de leur société, notamment le cours de bourse. Leur objectif serait de minimiser le nombre d'actions à émettre et incidemment le coût de l'opération. Toutefois, selon Watts et Zimmerman (1990, p.147), pour qu'il y ait gestion des résultats, les bénéfices d'un tel comportement doivent excéder les coûts supportés en cas de non gestion. Lors de fusions, ces bénéfices peuvent être considérablement réduits par des coûts conduisant les dirigeants à renoncer à toute manipulation. En effet, ces derniers peuvent considérer que l'intervention d'experts, d'auditeurs et autres banques d'investissement accroît la probabilité qu'un tel comportement soit détecté et donc le risque que la société adverse réclame une parité plus en sa faveur ou menace d'annuler l'opération. Le risque de sanctions

des marchés sur le cours de l'acquéreuse en cas de découverte peut également contribuer à dissuader les dirigeants.

S'appuyant sur cet arbitrage, Erickson et Wang (1999) postulent que les motivations des dirigeants sont une fonction croissante des bénéfices économiques qui peuvent être générés d'une gestion des résultats (en l'occurrence, les gains en terme de réduction du prix de l'opération). Selon eux, si la valeur de la société acquise est relativement faible en comparaison de celle de la société acquéreuse (le ratio du prix payé pour les titres de la société acquise sur la valeur des titres de l'acquéreuse est faible), les bénéfices attendus de l'augmentation de la valeur de cette dernière par le biais d'une gestion des résultats devraient être relativement modestes. La gestion des résultats ayant un coût, lorsque les bénéfices économiques attendus sont minces, les dirigeants seraient moins incités à adopter une gestion à la hausse des résultats avant l'opération. Inversement, si la valeur de la société acquise est relativement élevée par rapport à celle de l'acquéreuse, les bénéfices en jeu devraient être importants, tout comme les motivations des dirigeants à gérer leurs résultats. Leurs travaux confortent cette hypothèse. Appliquée au contexte français des fusions-absorptions, il en résulte que plus la valeur de l'absorbée est élevée par rapport à la valeur de l'absorbante, plus les dirigeants de cette dernière devraient être incités à adopter des choix comptables et financiers augmentant leurs résultats. L'hypothèse suivante est donc formulée :

H1 : Plus la taille relative de l'opération est importante, plus le niveau de gestion à la hausse des résultats des sociétés absorbantes est élevé.

2.2. La dilution et la gestion des résultats

Selon Graham et Harvey (2001), les effets de dilution demeurent une préoccupation majeure des dirigeants et de leurs actionnaires dans les contextes d'émissions d'actions. En particulier, les rapprochements financés par actions peuvent modifier substantiellement la structure de propriété et de contrôle de la société acquéreuse après l'opération, les actionnaires préexistants de celle-ci pouvant souffrir d'une perte de capital et de pouvoir significative. Pour Amihud et al. (1990), les dirigeants avec des intérêts de contrôle seraient plus enclins à financer leurs acquisitions par cash afin d'empêcher de tels effets dilutifs sur leur pouvoir.

L'existence d'effets dilutifs sur les bénéfices et le contrôle inciterait dès lors les dirigeants acquéreurs à adopter des choix comptables et financiers améliorant leurs résultats (Erickson et Wang, 1999 ; Asano et al. 2007 ; Francoeur et Rakoto, 2007). En effet, si la parité d'échange et les effets dilutifs sont inversement reliés à la valeur des actions de l'acquéreuse, les dirigeants peuvent à travers une gestion à la hausse des résultats tenter de minimiser le nombre d'actions à émettre et donc les effets dilutifs de l'opération (Djama et Boutant, 2006). Le niveau de dilution étant, toute chose égale par ailleurs, une fonction inverse de la valeur de l'absorbante, plus des effets dilutifs sont attendus avant l'opération, plus les dirigeants devraient chercher à maximiser leurs résultats. L'hypothèse 2 est donc la suivante :

H2 : Plus les effets dilutifs attendus sont importants, plus le niveau de gestion à la hausse des résultats des sociétés absorbantes est élevé.

2.3. L'initiative de l'opération et la gestion des résultats

Les travaux sur la gestion des résultats lors des fusions acquisitions traitent alternativement des comportements comptables des sociétés acquéreuses et des sociétés acquises. En effet, à l'instar des sociétés acquéreuses, les sociétés acquises peuvent tenter d'accroître artificiellement leurs résultats. Pour certains chercheurs, les dirigeants chercheraient à améliorer leurs bénéfices avant l'opération afin de maximiser le nombre d'actions à remettre à leurs actionnaires (Erickson et Wang, 1999 ; North et O'Connell, 2002, Sundgren, 2003) ou bien pour minimiser le risque de perte de leur emploi (Easterwood, 1998). Les résultats des recherches restent toutefois contrastés. En effet, contrairement aux autres, Erickson et Wang (1999) ne parviennent pas à démontrer une gestion à la hausse des bénéfices significative de la part des sociétés acquises. Ils expliquent alors que ces sociétés ne prennent connaissance de l'opération généralement que lors du lancement du processus de négociation, elles ne disposeraient donc pas nécessairement de temps suffisant pour anticiper et déployer une politique comptable visant à améliorer les bénéfices. Par ailleurs, Thauvron (2000) puis Missonier-Piera et Ben-Amar (2007) ajoutent que les dirigeants lors d'opérations amicales pourraient préférer réduire le niveau de leurs résultats avant l'opération afin de faciliter la conclusion de l'opération avec la société acquéreuse, quand bien même cela réduirait le nombre d'actions octroyées à leurs actionnaires.

Si pour ces travaux, la société acquéreuse est l'initiatrice de l'opération et la société acquise la cible, cette dichotomie n'est pas aussi évidente dans le contexte français des fusions-absorptions. En effet, une société mère peut orchestrer une fusion de telle sorte qu'elle soit absorbée par sa filiale, et ce pour des raisons fiscales par exemple. Dans ce cas, la société absorbante - acquéreuse (celle qui va émettre des titres), la filiale, est considérée par la normalisation comptable française comme la cible de l'opération alors que la société absorbée – acquise (celle qui va disparaître), la société mère, en est la véritable initiatrice. Dès lors, il est possible de considérer que les motivations et les choix comptables discrétionnaires des sociétés absorbantes peuvent différer selon qu'elles sont les initiatrices ou les cibles de l'opération. Dans le premier cas, les dirigeants seraient plus en mesure d'adopter des choix comptables améliorant leurs résultats et réduisant le nombre d'actions à émettre ainsi que les effets dilutifs associés. Inversement, dans le second cas, les dirigeants seraient moins susceptibles de gonfler leurs bénéfices du fait de contraintes temporelles rendant impossible toute manipulation et de la volonté de certains dirigeants de faciliter la transaction. Il en résulte l'hypothèse 3 suivante :

H3 : Les sociétés absorbantes initiatrices affichent un niveau de gestion à la hausse des résultats supérieur à celui des sociétés absorbantes cibles.

2.4. La nature de l'opération et la gestion des résultats

Selon Asano et al. (2007), l'objectif du regroupement influence la gestion des résultats des sociétés acquéreuses. Selon ces auteurs, les sociétés acquéreuses ont davantage tendance à gonfler leurs résultats lors de restructurations par rapport aux prises de contrôle. En effet, les raisons qui poussent les dirigeants à gérer leurs résultats à la hausse peuvent varier selon la nature de l'opération. Contrairement aux prises de contrôle où non seulement le coût de l'opération et la structure de contrôle du groupe sont en jeu, les actions comptables entreprises par les sociétés acquéreuses lors de restructurations n'ont pas vocation à remettre en cause ce contrôle mais juste éventuellement à réduire le nombre d'actions offertes aux actionnaires

minoritaires de la cible. Il s'agit là du phénomène de polarisation des conflits d'intérêts entre actionnaires majoritaires et minoritaires décrit dans le contexte français par Pochet (1998).

Si en matière de politique comptable, Watts et Zimmerman (1986) postulent que les dirigeants gèrent leurs résultats lorsqu'ils anticipent des bénéfices de cette gestion supérieurs aux coûts de non gestion, dans le contexte des prises de contrôle, les coûts issus de la gestion des résultats peuvent venir considérablement grever les bénéfices attendus. En effet, les enjeux pour les actionnaires et les dirigeants étant tels lors de ces opérations, la négociation y est généralement plus vigoureuse et les risques de litiges plus importants en raison de la surveillance mutuelle exercée par les sociétés participantes pour s'assurer de l'absence de manipulation dans les états financiers de la société adverse. A l'inverse, la probabilité que la gestion des résultats soit détectée lors des restructurations paraît moindre car seul persiste le risque de litiges avec des actionnaires minoritaires potentiellement moins informés. En outre, même s'ils craignent d'être spoliés, ces actionnaires minoritaires ne peuvent à eux seuls faire avorter l'opération (ils ne disposent pas des droits de vote suffisants), et n'ont pas nécessairement intérêt à s'engager dans des poursuites judiciaires longues et coûteuses. Enfin lors de restructurations, la gestion des résultats est plus aisée dans la mesure où la société mère contrôle les comptes de sa fille. Elle peut exercer une « gestion intra-groupe des résultats » et localiser les bénéfices de sorte à justifier un prix minimisé pour les minoritaires de la cible (Thauvron, 2000). Dans ces conditions, les dirigeants des sociétés absorbantes devraient adopter plus de choix comptables et financiers améliorant leurs résultats lors des restructurations que lors des prises de contrôle. L'hypothèse 4 s'écrit alors :

H4 : Lors de restructurations, les sociétés absorbantes affichent un niveau de gestion à la hausse des résultats supérieur à celui des sociétés absorbantes lors de prises de contrôle.

2.5. L'approche multicritères et la gestion des résultats

Selon les travaux antérieurs, la motivation des dirigeants à gérer leurs résultats avant l'opération repose sur le postulat que la parité d'échange est inversement reliée à la valeur des actions de l'acquéreuse. En augmentant artificiellement les bénéfices comptables, les dirigeants chercheraient à accroître la valeur des titres de leur société et donc à réduire le nombre d'actions à émettre (Erickson et Wang, 1999). Sous-entendus, les résultats comptables des sociétés acquéreuses impacteraient significativement la valeur des titres, notamment les cours boursiers, et donc la parité. Cette relation entre résultats comptables et cours boursiers, si elle reste sujette à débats, est sous-jacente aux travaux sur la gestion des résultats lors des fusions acquisitions.

Dans le cadre des fusions-absorptions françaises, la parité d'échange repose sur la valeur estimée des titres de la société absorbante, et ce compte tenu de la valeur des titres de la société absorbée. Depuis 1977, la COB (puis AMF) préconise d'utiliser une approche multicritères consistant à choisir, calculer et pondérer plusieurs critères d'évaluation (les cours boursiers, les résultats, l'actif net comptable et réévalué, les flux de trésorerie actualisés, etc.) pour confronter les valeurs relatives des sociétés participantes. Le rôle de l'information comptable s'en trouve dès lors accentuée, tout comme la discrétion des dirigeants. En effet, ces derniers peuvent retenir les critères qui leur sont favorables, ignorer ceux avec des effets négatifs et manipuler les chiffres comptables servant à calculer les différents critères. Dans le contexte français, les dirigeants des sociétés absorbantes peuvent donc tenter d'influencer la

parité non seulement par leur choix de sélection et de combinaison des critères de parité mais aussi par des choix en matière de gestion des résultats (Boutant, 2009).

Dans cette perspective, il peut être admis que la relation entre la parité d'échange et la gestion des résultats est plus forte lorsque des critères comptables sont directement mobilisés. En effet conformément à l'hypothèse d'efficience des marchés, les investisseurs devraient dans l'ensemble anticiper l'existence d'une gestion des résultats des sociétés absorbantes avant une fusion et opérer une correction partielle sur la valeur de leurs titres (Shivakumar, 2000). Ainsi, la gestion des résultats n'aurait qu'un effet limité sur le cours de l'absorbante et incidemment la parité. Par ailleurs, lorsque les techniques des multiples ou des flux de trésorerie actualisés sont sélectionnées, des procédés alternatifs peuvent être mis en œuvre par les dirigeants pour parvenir à influencer la parité. Leur discrétion peut par exemple s'exercer à travers la sélection de l'échantillon de référence de sociétés ou transactions comparables ou bien à travers la détermination des hypothèses prévisionnelles et taux d'actualisation nécessaires aux calculs des flux de trésorerie actualisés. Dès lors, l'incitation à gérer des résultats devraient, toute chose étant égale par ailleurs, être plus forte lorsque des critères comptables sont directement employés pour estimer la valeur des titres de l'absorbante. L'hypothèse 5 correspondante est alors :

H5 : les sociétés absorbantes pour lesquelles la valeur des titres est estimée à partir de critères comptables affichent un niveau de gestion à la hausse des résultats supérieur aux autres sociétés absorbantes.

2.6. Les commissaires à la fusion et la gestion des résultats

DeAngelo (1981) définit la qualité d'audit comme « la probabilité perçue par le marché qu'un auditeur donné détecte une erreur dans le système comptable du client et la rapporte ». Cet auteur considère en outre que la qualité d'audit est liée à la taille et la réputation de l'auditeur. En effet, si le montant des honoraires des grands cabinets d'audit trouve une justification dans leur réputation, ils ont aussi plus à perdre si celle-ci est mise en défaut par la non révélation ou découverte d'une anomalie. Pour préserver leur réputation, les grands auditeurs sont donc tenus de fournir un service de meilleure qualité duquel résulte une tolérance faible à la gestion des résultats des dirigeants (Piot et Janin, 2007). De nombreux travaux (Defond et Jiambalvo, 1991 ; Becker et al. 1998 ; Francis et al. 1999 ; Kim et al. 2003) confirment cette plus faible gestion des résultats parmi les firmes auditées par un *Big*.

Dans le contexte des fusions-absorptions, la réglementation française impose depuis 1988, l'intervention d'un commissaire à la fusion pour vérifier le mode d'établissement de la parité. En effet, un ou plusieurs commissaires à la fusion indépendants sont désignés par le président du tribunal de commerce pour vérifier que les valeurs relatives attribuées aux actions des sociétés participantes sont pertinentes et que la parité d'échange est équitable. Leur mission, de portée légale, peut ainsi les amener à apprécier de l'opportunité de certains choix comptables influençant la valeur de chacune des sociétés (Pochet, 2000). Dès lors, et à l'instar des auditeurs légaux, le contrôle exercé par ces commissaires peut s'avérer plus contraignant lorsque ceux-ci appartiennent à un grand cabinet. La probabilité d'observer une gestion des résultats de la part des dirigeants des sociétés absorbantes peut alors s'en trouver réduite. L'hypothèse 6 est donc la suivante :

H6 : Les sociétés absorbantes auditées par un commissaire à la fusion appartenant à un grand cabinet d'audit affichent un niveau de gestion à la hausse des résultats plus faible que les autres sociétés absorbantes.

3. Données et méthodologie

3.1. L'échantillon

L'échantillon de recherche est constitué de sociétés absorbantes cotées à la bourse de Paris ayant participées à une fusion-absorption entre 1997 et 2006. L'échantillon de départ est composé de toutes les fusions-absorptions visées par la COB/AMF sur la période d'étude, soit 164 opérations. De cet échantillon initial, 42 ont été éliminées en raison de l'activité purement financière ou d'assurance des sociétés absorbantes y participant. Par ailleurs, 15 fusions supplémentaires ont été exclues. Ces opérations impliquant des sociétés absorbantes ayant déjà pris part à une fusion au cours de la période d'étude, seule est conservée leur première opération. L'échantillon final se compose alors de 107 opérations correspondant à 107 sociétés absorbantes.

3.2. Les modèles de régression

3.2.1. Mesure de la variable dépendante : la gestion des résultats

Conformément aux travaux empiriques sur la gestion des résultats dans le contexte des fusions acquisitions, la notion d'*Accruals*³ est mobilisée pour estimer les choix comptables des dirigeants des sociétés absorbantes. Pour y parvenir, les *Accruals* totaux sont d'abord déterminés, et ce à partir des comptes sociaux⁴ des sociétés absorbantes collectés à partir de la base de données *Point Risk*⁵ et selon la méthode additive suivante :

$$AT_{it} = \Delta BFR_{it} - DA_{it} - DP_{it} + REP_{it} + PI_{it}$$

Avec pour la société i pour la période t

AT : Accruals totaux

ΔBFR : variation du besoin en fonds de roulement

DA : dotations aux amortissements

DP : dotations aux dépréciations et provisions

REP : reprises sur dépréciations et provisions

PI : production immobilisée

Les *Accruals* sont composés de deux parties : l'une non-discrétionnaire inhérente à l'application sincère et fidèle des principes comptables d'engagement et une autre discrétionnaire correspondant à la gestion des résultats des dirigeants. Cette seconde partie est estimée à partir d'une version modifiée du modèle de Jones (1991). Ce modèle s'inspire du modèle original de Jones (1991) puis est modifié selon les apports de Dechow et al. (1995) puis de Rees et al. (1996) en intégrant la variation des créances clients ainsi que les flux de trésorerie de l'exercice au modèle de Jones (1991) initial. Le modèle s'écrit alors :

$$AT_{it} = \alpha + \beta_1(\Delta CA_{it} - \Delta CC_{it}) + \beta_2 IMMO_{it} + \beta_3 FT_{it} + \varepsilon_{it}$$

Avec pour la société i à la période t

AT : Accruals totaux

ΔCA : variation du chiffre d'affaires

ΔCC : variation des créances clients
IMMO : immobilisations corporelles brutes
FT : flux de trésorerie générés par l'activité de l'entreprise
 α, β_1, β_2 : paramètres de régression, ε terme d'erreur

Les paramètres α , β_1 , β_2 et β_3 sont estimés à partir de ce modèle (en excluant la variation des créances clients). Toutes les variables sont standardisées par le total d'actif net de l'exercice précédant afin de réduire les problèmes d'hétéroscédasticité. En raison de données temporelles insuffisantes, les paramètres sont appréhendés selon la technique des moindres carrés ordinaires (MCO), par secteur d'activité, sur une période de référence de 4 ans avant l'exercice précédant l'opération (t-5 à t-2), soit en « régression poolée » comme l'ont antérieurement pratiqué Cormier et al. (1998), Djama et Boutant (2006) puis Missonier-Piera et Ben-Amar (2007)⁶. Sur les 428 observations-années potentiellement disponibles (107 sociétés sur 4 ans), seules 406 ont été exploitées en raison d'observations manquantes et aberrantes (observations standardisées par la moyenne > 4 selon Hair et al. 2006). 10 modèles ont été estimés (un par secteur⁷).

Les paramètres sectoriels calculés, ils sont ensuite utilisés dans la version complète du modèle (incluant la variation des créances clients) afin de prédire les *Accruals* non discrétionnaires de l'année précédant la fusion (t-1). Le montant obtenu est alors confronté aux *Accruals* totaux réellement constatés pour cette période. La différence constitue ainsi une approximation de la part discrétionnaire des ajustements comptables opérés par les dirigeants pour cette période.

$$AD_{it} = AT_{it} - [\bar{\alpha} + \bar{\beta}_1(\Delta CA_{it} - \Delta CC_{it}) + \bar{\beta}_2 IMMO_{it} + \bar{\beta}_3 FT_{it}]$$

Avec pour la société i à la période t
AD : *Accruals* discrétionnaires

En procédant ainsi pour chaque secteur, les *Accruals* discrétionnaires obtenus pour les 107 sociétés absorbantes en t-1 sont positifs en moyenne (0,043 % du total d'actif de l'exercice précédent avec un écart-type = 0,225) et statistiquement différents de zéro (t de student = 1,974 et est significatif à 10%). Ils indiquent une gestion à la hausse des résultats des dirigeants des sociétés absorbantes l'exercice précédant l'opération⁸.

3.2.2. Mesure des variables indépendantes

Pour tester l'impact des facteurs contextuels sur la gestion des résultats des dirigeants des sociétés absorbantes avant l'opération, deux modèles de régression incluant des déterminants contextuels et des variables de contrôle (tableau 1) sont proposés. Toutes les variables ont été calculées ou codifiées manuellement à partir des prospectus de fusion disponibles sur le site internet de l'AMF ou à partir des rapports annuels des sociétés absorbantes.

- **Déterminants contextuels**

La taille relative de l'opération (TREL). La taille relative de l'opération est utilisée comme indicateur des bénéfices attendus d'une gestion des résultats. En effet, plus la taille relative de l'opération est importante, plus les bénéfices attendus d'une augmentation de la valeur de l'entreprise par une gestion des résultats devraient être conséquents. Dans leur étude, Erickson et Wang (1999) définissent la taille relative de l'opération comme le ratio du prix payé pour les titres de la société acquise sur la valeur de marché des titres de la société acquéreuse. Ils créent une variable dichotomique prenant la valeur 1 lorsque ce ratio est supérieur à la moyenne des ratios de l'échantillon et 0 sinon. Cela implique que lorsque la taille relative de

l'opération est importante (supérieure à la moyenne), le niveau de gestion à la hausse des résultats des sociétés absorbantes est plus élevé que lorsque la taille relative de l'opération est faible (inférieure à la moyenne). Dans la présente étude, la taille relative de l'opération est également mesurée par une variable dichotomique considérant le ratio du prix payé pour les titres de la société absorbée sur la valeur des titres retenue pour l'absorbante. Toutefois, la partition entre taille relative importante et faible n'est pas fondée sur la moyenne mais sur la médiane, celle-ci n'étant pas influencée par des valeurs extrêmes.

Les effets dilutifs attendus (DIL). Selon la littérature, les dirigeants des sociétés acquéreuses seraient davantage incités à gérer leurs résultats lorsque des effets dilutifs substantiels sont attendus avant l'opération. Dans ce papier, de tels effets dilutifs sont appréciés au regard de la variation du pourcentage de droits de vote des principaux actionnaires avant et après l'opération. Cette mesure est préférée à la dilution apparente (ratio du nombre d'actions nouvelles / nombre d'actions anciennes et nouvelles) car cette dernière ne permet pas de véritablement saisir l'évolution de la situation des actionnaires de l'absorbante lorsqu'elle est liée avec l'absorbée et/ou lorsque ceux-ci disposent de détentions dans chacune d'entre elles. Toutefois, une telle mesure (*post* opération) du niveau des effets dilutifs attendus (*pré* opération) pouvant être biaisée (sur ou sous-évaluée) par la mise en place d'une gestion des résultats de la part de l'absorbante, cette variable est dichotomisée. Elle prend la valeur 1 lorsqu'il existe une variation négative du pourcentage en droits de vote des principaux actionnaires de l'absorbante et 0 dans le cas contraire. Procéder ainsi revient alors à considérer que la gestion des résultats n'est pas en mesure d'annuler la dilution occasionnée par l'opération mais au mieux d'en réduire les effets. Dans cette logique, il est postulé que la présence d'effets dilutifs persistants après l'opération constitue une approximation raisonnable des enjeux perçus en termes de dilution des droits de vote par les dirigeants des sociétés absorbantes avant l'opération et donc de leur incitation à gérer les résultats.

L'initiative de l'opération (INIT). En accord avec la réglementation comptable française des fusions-absorptions (Réglementation CRC 2004-01), les sociétés à l'initiative de l'opération sont celles dont l'actionnaire principal avant l'opération devient (ou reste) l'actionnaire principal de l'ensemble après l'opération. Afin de déterminer si la société absorbante est à l'initiative ou la cible de l'opération, l'actionnaire principal de chacune des sociétés avant l'opération ainsi que l'actionnaire principal chez la société absorbante à l'issue de l'opération sont identifiés. Une variable dichotomique est alors créée. Elle prend la valeur 1 lorsque l'actionnaire principal de l'absorbante avant l'opération devient ou demeure l'actionnaire principal du nouvel ensemble après l'opération (l'absorbante est alors l'initiatrice, l'opération est une fusion à l'endroit) et 0 dans le cas inverse (l'absorbante est la cible de l'opération, l'opération est une fusion à l'envers). Conformément à l'hypothèse 3, une relation positive entre la variable INIT et les *Accruals* discrétionnaires est attendue.

La nature de l'opération (NAT). Dans leur étude, Asano et al. (2007) cherchent à démontrer que les sociétés acquéreuses dans les restructurations affichent des niveaux de gestion de résultats plus élevés que lors de prises de contrôle. Pour ces auteurs, les restructurations correspondent aux opérations intervenues entre une société mère et sa filiale ou affiliée (détention minoritaire). Dans la présente étude et en accord avec la réglementation comptable française des fusions, une opération est qualifiée de restructuration lorsqu'une des sociétés participantes exerce un contrôle exclusif sur la société adverse avant l'opération ou lorsque celles-ci sont toutes deux contrôlées par une même société mère (opération sous contrôle

commun). En revanche, lorsqu'aucune des sociétés n'exerce un contrôle exclusif sur la société adverse ou lorsque celles-ci ne sont pas contrôlées par une même société mère (opération sous contrôle distinct), l'opération est assimilée à une prise de contrôle. Une variable dichotomique est alors créée en utilisant la notion de contrôle exclusif défini par les règlements CRC 99-02 et CRC 2004-03. Cette variable prend la valeur 1 lorsqu'aucun lien de contrôle supérieur à 40% des droits de vote n'est observé entre les sociétés participantes ou avec une même société mère (l'opération est une prise de contrôle) et 0 dans le cas contraire (l'opération est une restructuration). Une relation négative entre la variable NAT et les *Accruals* discrétionnaires est postulée.

L'utilisation de critères comptables dans l'évaluation de l'absorbante (UCC). Dans le contexte français des fusions-absorptions, le régulateur financier préconise l'application d'une approche multicritères consistant à utiliser plusieurs critères d'évaluation pour déterminer la parité d'échange. Afin de tester l'hypothèse 5 selon laquelle l'incitation à gérer les résultats serait plus forte lorsque des critères comptables sont directement mobilisés pour estimer la valeur de l'absorbante, une variable binaire est calculée. Elle est égale 1 lorsqu'au moins un critère comptable est employé (EBE, résultats, actifs nets, etc.), 0 sinon. Une relation positive est attendue entre la variable UCC et les *Accruals* discrétionnaires.

La taille des commissaires à la fusion (CAF). La littérature postule un lien négatif entre la taille des auditeurs externes et le niveau de gestion des résultats. En effet, la qualité d'audit externe, qui est de manière récurrente associée à la réputation, est généralement approximée par la taille de l'auditeur, à savoir son appartenance à un grand cabinet d'audit international (un *Big 8*, 6, 5 ou 4 selon la période considérée). Dans ce papier, une variable muette est créée. Elle est codée 1 lorsque le commissaire à la fusion appartient à un grand cabinet international ou français⁹ et 0 sinon. Une relation négative est attendue entre la variable CAF et la gestion des résultats des dirigeants des sociétés absorbantes.

- **Variables de contrôle**

Selon les travaux s'inscrivant dans le cadre de la théorie politico-contractuelle (Watts et Zimmerman, 1986) et de ses prolongements, plusieurs facteurs influenceraient la gestion des résultats des dirigeants. Ces facteurs incluent des déterminants politico-contractuels mais aussi des contraintes liées aux mécanismes de gouvernance.

L'intéressement des dirigeants (DIR). Selon l'hypothèse d'intéressement des dirigeants, les dirigeants dont la rémunération est indexée sur les performances comptables de leur société adoptent des choix comptables et financiers qui tendent à les améliorer. Dans un contexte d'agence, l'attribution d'actions permet ainsi aux actionnaires de faire converger les intérêts des dirigeants avec les leurs. Aussi, ces dirigeants lorsqu'ils sont aussi actionnaires, sont d'autant plus exposés aux effets dilutifs d'une fusion que leur détention dans l'absorbante est élevée. Soucieux de préserver leur rémunération et leur pouvoir, ces derniers devraient donc adopter davantage de choix comptables augmentant leurs résultats à mesure que la fraction en droits de vote qu'ils détiennent dans l'absorbante est importante.

L'endettement (DETTES). Selon l'hypothèse de Watts et Zimmerman (1986), l'endettement est un facteur explicatif des choix comptables et financiers des dirigeants. Pour ces auteurs, un endettement élevé incite les dirigeants à gérer leurs résultats à la hausse afin d'éviter d'enfreindre les clauses limitatives d'endettement imposées par les créanciers. Dans le contexte des fusions, les créanciers, qui supportent le risque de faillite de l'absorbante, vont être

particulièrement attentifs à l'évolution du niveau d'endettement après l'opération. Aussi, compte tenu du rapport de force qui s'exerce entre les sociétés participantes, les dirigeants ont tout intérêt à mettre en avant un endettement faible pouvant permettre d'obtenir une parité plus favorable. Dans cette perspective, une relation positive entre DETTES (le ratio dettes financières / capitaux propres) et les *Accruals* discrétionnaires devrait être observée.

La taille de l'absorbante (TAILLE). Selon l'hypothèse des coûts politiques de Watts et Zimmerman (1986), les grandes entreprises, en raison de leur visibilité politique, adoptent des choix comptables visant à diminuer le niveau de leurs résultats afin d'atténuer les pressions politiques qu'elles subissent. Toutefois, dans le contexte de rapport de force inhérent à la fusion, les dirigeants peuvent avoir intérêt à améliorer leurs résultats pour faciliter leur négociation. Dans cette perspective, une grande taille de l'absorbante, mesurée par le logarithme du total d'actif, peut expliquer une gestion à la hausse des résultats élevée.

La structure d'actionnariat (BLOC). Contrairement à l'hypothèse classique selon laquelle la présence d'un actionnariat concentré réduit le niveau de gestion des résultats des dirigeants, dans le contexte des fusions, la présence d'actionnaires détenant une part substantielle de leur société et directement exposés aux effets dilutifs de l'opération peut inciter les dirigeants à adopter une gestion à la hausse de leurs résultats (Francoeur et Rakoto, 2007) atténuant lesdits effets dilutifs (Erickson et Wang, 1999). Une variable muette est utilisée et codée 1 lorsque qu'au moins un actionnaire détient plus du tiers des droits de vote (le % minimum nécessaire pour bloquer l'approbation de la fusion en AGE) et 0 sinon. Cette variable est calculée en considérant successivement la nature des actionnaires détenteurs des droits de vote (des investisseurs institutionnels, une famille non dirigeante et le dirigeant avec sa famille).

L'indépendance des administrateurs (ADM). Parmi les études empiriques sur la gestion des résultats et la structure des conseils d'administration, plusieurs (dont Peasnell et al. 2000 ; Klein, 2002 ; Piot et Janin, 2007) postulent un contrôle plus strict des administrateurs indépendants des choix comptables discrétionnaires des dirigeants. En accord avec ces travaux, une relation négative est attendue entre le pourcentage d'administrateurs indépendants siégeant au conseil d'administration et la gestion des résultats. Les critères¹⁰ d'identification de ces administrateurs sont ceux fournis par le rapport Bouton (2002).

La taille des commissaires aux comptes (CAC). A l'instar de Sundgren (2003) dans le contexte des offres publiques, dans le cadre des fusions françaises, il est postulé un lien négatif entre l'appartenance des commissaires aux comptes à un grand cabinet d'audit et le niveau de gestion des résultats des sociétés absorbantes. De manière similaire à la variable CAF, une variable dichotomique est employée. Elle est égale à 1 lorsqu'au moins un commissaire aux comptes de la société absorbante appartient à un grand cabinet d'audit et 0 sinon.

La performance de l'absorbante (RNNM). A l'instar de Chalayer et Dumontier (1996) puis de Jeanjean (2002), une variable complémentaire est utilisée afin de contrôler l'effet de la performance de la société absorbante sur la gestion des bénéfices des dirigeants. En effet, en vertu de son utilité informationnelle et contractuelle (Dumontier et Raffournier, 1989 ; Martinez, 1994) et notamment lors des fusions, les dirigeants qui anticipent avant toute intervention de leur part des bénéfices relativement faibles, devraient adopter une gestion à la hausse des résultats plus importante. Ainsi, un lien négatif entre le niveau de résultats réels de

l'absorbante, mesuré par le ratio (résultat net moins *Accruals* discrétionnaires / total actif), et les *Accruals* discrétionnaires est supposé.

3.2.3. Modèles de régression

Deux modèles sont déployés pour tester les hypothèses de recherche.

Modèle 1

$$AD_i = \alpha + \beta_1 TREL_i + \beta_2 DIL_i + \beta_3 INIT_i + \beta_4 NAT + \beta_5 UCC + \beta_6 CAF_i + \beta_7 DIR_i + \beta_8 DETTES_i + \beta_9 TAILLE_i + \beta_{10} BLOC_i + \beta_{11} ADM_i + \beta_{12} CAC_i + \beta_{13} RNNM_i + \varepsilon_i$$

Modèle 2

$$AD_i = \alpha + \beta_1 TREL_i * DIL_i + \beta_2 INIT_i + \beta_3 NAT_i + \beta_4 UCC_i + \beta_5 CAF_i + \beta_6 DIR_i + \beta_7 DETTES_i + \beta_8 TAILLE_i + \beta_9 BLOC_i + \beta_{10} ADM_i + \beta_{11} CAC_i + \beta_{12} RNNM_i + \varepsilon_i$$

Tableau 1: Description des variables indépendantes

<i>Variables</i>	<i>Description</i>	<i>Signe attendu</i>
<i>Facteurs contextuels</i>		
TREL	Variable dichotomique : 1 = ratio (prix des titres de l'absorbée / valeur des titres de l'absorbante) > à la médiane de l'échantillon ; 0 = sinon	+
DIL	Variable dichotomique : 1 = % variation des droits de vote des principaux actionnaires < 0 ; 0 = sinon	+
INIT	Variable dichotomique : 1 = l'absorbante est l'initiatrice ; 0 = l'absorbante est la cible	+
NAT	Variable dichotomique : 1 = prise de contrôle ; 0 = restructuration	-
UCC	Variable dichotomique : 1 = utilisation d'au moins un critère comptable, 0 = sinon)	+
CAF	Variable dichotomique : 1 = appartenance du commissaire à la fusion à un grand cabinet d'audit ; 0 = sinon)	-
<i>Variables de contrôle</i>		
DIR	% de droits de vote du dirigeant	+
DETTES	Ratio dettes financières / capitaux propres	+
TAILLE	Ln (total d'actif)	+/-
BLOC	Variable dichotomique : 1 = Présence d'un actionnaire prépondérant (détention en droits de vote alternativement d'investisseurs institutionnels, une famille non dirigeante, un dirigeant avec sa famille > 1/3) ; 0 = sinon	+
ADM	% administrateurs indépendants	-
CAC	Variable dichotomique : 1 = appartenance d'au moins 1 commissaire aux comptes à un grand cabinet d'audit ; 0 = sinon)	-
RNNM	(Résultat net – <i>Accruals</i> discrétionnaires) / total d'actif	-

4. Les résultats de la recherche

4.1. Analyses descriptives

L'ensemble des résultats présentés portent sur 98 sociétés absorbantes. En effet, parmi les 107 sociétés de l'échantillon, plusieurs ont dû être exclues des analyses en raison de données

manquantes ou de leur caractère extrême selon la statistique DIFFITS¹¹. Le tableau 2 fournit les statistiques descriptives des variables explicatives pour l'échantillon global et scindé selon l'initiative de l'opération.

Tableau 2: Statistiques descriptives des variables indépendantes

Echantillon	Global (n=98)		Cible (n=49)		Initiatrice (n=49)		Diff. Moy. t / chi ²
	Moy./Fréq.	Ecart-type	Moy./Fréq.	Ecart-type	Moy./Fréq.	Ecart-type	
Déterminants contextuels							
TREL	0,500	n.a.	0,694	n.a.	0,306	n.a.	14,735^{***}
DIL	0,724	n.a.	0,693	n.a.	0,755	n.a.	0,460 ^{ns}
INIT	0,500	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
NAT	0,265	n.a.	0,204	n.a.	0,327	n.a.	1,885 ^{ns}
UCC	0,582	n.a.	0,429	n.a.	0,735	n.a.	9,435^{***}
CAF	0,286	n.a.	0,245	n.a.	0,327	n.a.	0,800 ^{ns}
Variables de contrôle							
DIR	0,220	0,262	0,288	0,284	0,151	0,221	2,672^{***}
DETTES	0,589	0,849	0,646	1,097	0,533	0,498	0,655 ^{ns}
TAILLE	12,183	2,010	11,567	1,828	12,799	2,013	-3,172^{***}
BLOC (ZZ)	0,245	n.a.	0,163	n.a.	0,327	n.a.	3,532[*]
BLOC (F)	0,133	n.a.	0,143	n.a.	0,122	n.a.	0,089 ^{ns}
BLOC (D)	0,286	n.a.	0,429	n.a.	0,143	n.a.	2,672^{***}
ADM	0,209	0,183	0,231	0,184	0,187	0,180	1,183 ^{ns}
CAC	0,816	n.a.	0,735	n.a.	0,898	n.a.	4,356^{**}
RNNM	0,003	0,082	0,002	0,083	0,003	0,081	-0,072 ^{ns}

*TREL (1 : ratio > médiane de l'échantillon = 0,4186 ; 0 : sinon), DIL (1 : % variation droits de vote des principaux actionnaires < 0 ; 0 sinon), INIT (1 : initiatrice ; 0 : cible), NAT (1 : prise de contrôle ; 0 : restructuration), UCC (1 : au moins 1 critère comptable utilisé ; 0 : sinon), CAF (1 : grand commissaire à la fusion ; 0 : sinon), DIR (% droits de vote du dirigeant), DETTES (Dettes financières / capitaux propres), TAILLE (ln total actif), BLOC (ZZ, F, D) (1 : Investisseurs institutionnels – famille – dirigeant > 1/3 des droits de vote de l'absorbante ; 0 : sinon), ADM (% administrateurs indépendants), CAC (1 : grand commissaire aux comptes ; 0 : sinon), RNNM (Résultat net – Accruals discrétionnaires / Total actif), ^{***}, ^{**}, ^{*} respectivement significatif au seuil de 1, 5 et 10%, ^{ns} : non significatif, n.a : non applicable*

S'agissant des déterminants contextuels, les résultats obtenus à partir de l'échantillon global montrent que pour près de 73 % des sociétés observées, des effets dilutifs sur le contrôle des principaux actionnaires de l'absorbante persistent après l'opération. Les sociétés absorbantes initiatrices de fusions sont aussi nombreuses que celles en étant les cibles. En outre, les opérations correspondent à des prises de contrôle dans 26% des cas et donc à des restructurations dans 74%. Dans 58% des fusions, au moins un critère comptable a été utilisé. Les commissaires à la fusion appartenant à un grand cabinet d'audit sont intervenus dans moins de 29% des opérations. L'analyse des échantillons scindés selon l'initiative de l'opération conforte ces résultats. Toutefois, elle révèle que dans près de 70% des fusions où la société absorbante est la cible, la taille relative de l'opération est supérieure à la médiane. Ce pourcentage n'atteint que 30% lorsque la société absorbante est l'initiatrice de l'opération et est statistiquement différent du précédent. Ainsi, les opérations dont la taille relative est parmi les plus élevées, correspondent plus souvent à des fusions à l'envers (initiatrice = absorbée) qu'à l'endroit (initiatrice = absorbante). L'analyse indique également une utilisation des critères comptables significativement différente selon l'initiative de l'opération. Les sociétés absorbantes initiatrices recourent ainsi plus souvent à des critères comptables (73%

des cas) que les absorbantes cibles (43%). Ce résultat peut suggérer une éventuelle stratégie de sélection des critères d'évaluation destinée à influencer la parité, la répartition sectorielle des sociétés au sein de chaque échantillon étant sensiblement identique.

Conformément à la structure classique d'actionnariat français, l'examen des variables de contrôle montre que les sociétés absorbantes sont contrôlées dans 66% des opérations par au moins un actionnaire détenteur de plus du tiers des droits de vote. En moyenne, ce contrôle est exercé par des investisseurs institutionnels dans près de 24% des cas, par une famille non dirigeante dans 13% et par un dirigeant avec sa famille dans 28%. Lorsque les sociétés absorbantes sont cibles de l'opération, ce contrôle est plus souvent entre les mains de dirigeants et de leur famille (43%) que dans celles des investisseurs institutionnels (16%). Inversement pour les sociétés absorbantes initiatrices, le contrôle est plus fréquemment exercé par les investisseurs institutionnels (33% des opérations) que par les dirigeants et leur famille (14%). En moyenne, les dirigeants détiennent 22% des droits de vote des sociétés absorbantes. Ensuite, l'analyse de la structure des conseils d'administration indique que les administrateurs indépendants représentent en moyenne 21% des membres des conseils, bien en deçà du seuil d'1/3 (1/2 lorsque l'actionnariat est diffus) préconisé par les rapports Viénot II (1999) et Bouton (2002). Les commissaires aux comptes appartiennent à des grands cabinets d'audit pour 82% des sociétés absorbantes. Celles-ci présentent des niveaux d'endettement relativement faibles de 59% et des résultats nets avant toute manipulation équivalent à 0,03% de leur total d'actif. Enfin, les sociétés absorbantes initiatrices sont dans l'ensemble plus grandes que les sociétés absorbantes cibles de fusions.

4.2. Analyses multivariées

4.2.1. Analyses préalables

L'exploitation des résultats des modèles de régression multiples estimés selon la méthode des MCO requiert au préalable de vérifier le respect des hypothèses sous-jacentes à cette technique. Ainsi, une étude des corrélations entre les variables indépendantes est tout d'abord effectuée (matrice des corrélations non reportée). Celle-ci ne révèle pas de corrélations significativement problématiques dans l'ensemble. Toutefois, une forte corrélation (89%) entre le pourcentage de droits de vote détenus par les dirigeants (DIR) et la présence de dirigeants prépondérants (BLOC D), confirmée par l'analyse des coefficients VIF (autour de 6 selon les modèles), suggère l'existence d'un problème de multicolinéarité pouvant biaiser l'estimation de nos modèles. Afin de garantir la stabilité des paramètres estimés, les variables DIR et BLOC D sont alternativement considérées pour tester les modèles. Si seuls les résultats intégrant la variable DIR sont présentés dans ce papier, les résultats obtenus sont similaires quelle que soit la variable considérée.

Le tableau 3 présente les différents modèles de régression successivement calculés à partir de l'échantillon global puis des échantillons scindés selon l'initiative de l'opération. Les résultats relatifs à l'échantillon global montrent que les 6 modèles de régressions (2 modèles estimés en considérant alternativement l'actionnariat des investisseurs institutionnels, d'une famille non dirigeante et du dirigeant avec sa famille) disposent d'un pouvoir explicatif relativement élevé, les coefficients R^2 ajustés variant entre 52,2% et 53,1% et étant statistiquement significatifs au seuil de 1% selon le test de Fisher. Lorsque l'échantillon est scindé, la qualité

d'ajustement des modèles s'améliorent, notamment pour les sociétés absorbantes cibles dont les R^2 ajustés atteignent plus de 55%. Les tests de Kolmogorov-Smirnov (K-S) et de Breusch-Pagan (B-P) n'étant pas significatifs, ils permettent de garantir le respect des hypothèses de normalité et d'homoscédasticité des termes d'erreur. Les coefficients VIF obtenus (inférieurs à 2) nous assurent de l'absence d'un problème de multicolinéarité dans les modèles.

Tableau 3 : Pouvoir explicatif et validité des modèles de régression

	MODELE 1			MODELE 2		
	Zinzins	Famille	Dirigeant	Zinzins	Famille	Dirigeant
ECHANTILLON GLOBAL						
R ² ajustée	0,522	0,523	0,528	0,525	0,526	0,531
Fisher (<i>sign</i>)	9,151 (0,000)	9,167 (0,000)	10,032 (0,000)	9,934 (0,000)	9,969 (0,000)	10,965 (0,000)
K-S (<i>sign</i>)	0,718 (0,682)	0,752 (0,623)	0,718 (0,681)	0,687 (0,733)	0,646 (0,798)	0,687 (0,773)
B-P (<i>sign</i>)	0,110 (0,734)	0,120 (0,733)	0,110 (0,734)	0,160 (0,692)	0,180 (0,673)	0,160 (0,692)
VIF maximum	1,756	1,781	1,695	1,638	1,640	1,620
ECHANTILLON CIBLES						
R ² ajustée	0,581	0,551	0,551	0,589	0,562	0,565
Fisher (<i>sign</i>)	6,541 (0,000)	5,913 (0,000)	6,442 (0,000)	7,260 (0,000)	6,599 (0,000)	7,225 (0,000)
K-S (<i>sign</i>)	0,775 (0,619)	0,687 (0,733)	0,790 (0,560)	0,670 (0,760)	0,689 (0,730)	0,831 (0,494)
B-P (<i>sign</i>)	1,150 (0,284)	1,440 (0,230)	1,820 (0,178)	1,010 (0,316)	1,520 (0,218)	1,840 (0,175)
VIF maximum	1,945	1,975	1,855	1,813	1,813	1,769
ECHANTILLON INITIATRICES						
R ² ajustée	0,491	0,476	0,491	0,534	0,516	0,528
Fisher (<i>sign</i>)	4,857 (0,000)	4,640 (0,000)	5,202 (0,000)	6,005 (0,000)	5,657 (0,000)	6,374 (0,000)
K-S (<i>sign</i>)	0,528 (0,943)	0,521 (0,949)	0,522 (0,948)	0,394 (0,998)	0,436 (0,991)	0,466 (0,981)
B-P (<i>sign</i>)	0,520 (0,471)	0,300 (0,585)	0,300 (0,583)	0,680 (0,411)	0,490 (0,485)	0,450 (0,501)
VIF maximum	1,701	1,833	1,724	1,605	1,758	1,704

4.2.2. Résultats des modèles de régression

Les résultats obtenus pour l'échantillon global (tableau 4) sont tout d'abord exposés, suivent ensuite ceux relatifs aux échantillons scindés (tableau 5).

L'examen des estimations du modèle 1, qui considère la taille relative de l'opération et les effets dilutifs isolément, montre que deux variables contextuelles ont un effet significatif sur la gestion des résultats des sociétés absorbantes, et ce quelle que soit la nature de l'actionnariat considérée. D'une part, il ressort que les sociétés absorbantes lorsqu'elles sont à l'initiative de fusions (INIT) affichent un niveau de gestion des résultats plus important que lorsqu'elles en sont les cibles (Betas entre 0,171 et 0,173 significatifs à 10%). Ce résultat soutient H3 selon laquelle les dirigeants initiateurs seraient plus susceptibles de mettre en œuvre une gestion des résultats permettant de minimiser le coût de l'opération que les dirigeants cibles dont les possibilités d'actions peuvent être réduites en raison du *timing* de l'opération ou dont la volonté peut ne pas être de négocier un meilleur prix pour leurs actionnaires. D'autre part, et contrairement à H5, l'utilisation de critères comptables pour évaluer les sociétés absorbantes (UCC) est associée négativement au niveau de gestion des résultats (Betas de -0,159 significatifs à 5 ou 10%). Une explication pourrait résider dans la surveillance accrue des comptes, résultant de la multiplication des contrôles exercés tant par les commissaires aux comptes et à la fusion que par les directions adverses (par le biais

d'audits réciproques) à l'occasion de la fusion. En effet, si le lien entre la parité et la gestion des résultats est plus fort lorsque des critères comptables sont directement mobilisés et auraient donc pu justifier une incitation plus grande à gérer les résultats, le risque qu'un tel comportement soit détecté et jette le discrédit sur les dirigeants s'accroît aussi lorsque ce sont ces critères qui sont utilisés. Dans une logique d'arbitrage coûts/bénéfices de la gestion des résultats, l'emploi de critères comptables dont le mode de calcul mobilise toutes les attentions peut impliquer des coûts potentiels supplémentaires dissuadant les dirigeants d'intervenir sur les comptes.

Tableau 4: Modèle explicatif des *Accruals* discrétionnaires des sociétés absorbantes (MCO) –
Echantillon global (n=98)

MODELE 1				MODELE 2		
	Zinzins	Famille	Dirigeant	Zinzins	Famille	Dirigeant
Constante	0,017 (0,778)	0,014 (0,809)	0,017 (0,773)	0,037 (0,515)	0,033 (0,559)	0,037 (0,501)
TREL +	0,120 (0,143)	0,118 (0,151)	0,120 (0,140)			
DIL +	0,083 (0,281)	0,080 (0,303)	0,083 (0,278)			
TREL*DIL +				0,126 (0,091)*	0,123 (0,099)*	0,126 (0,089)*
INIT +	0,172 (0,056)*	0,173 (0,054)*	0,171 (0,054)*	0,149 (0,079)*	0,151 (0,074)*	0,149 (0,076)*
NAT -	-0,083 (0,281)	-0,082 (0,276)	-0,083 (0,267)	-0,090 (0,242)	-0,088 (0,239)	-0,090 (0,228)
UCC +	-0,159 (0,055)*	-0,159 (0,046)**	-0,159 (0,044)**	-0,152 (0,066)*	-0,152 (0,056)*	-0,152 (0,054)*
CAF -	-0,017 (0,821)	-0,016 (0,831)	-0,017 (0,820)	-0,017 (0,818)	-0,016 (0,826)	-0,017 (0,816)
DIR +	0,014 (0,882)	0,023 (0,808)	0,014 (0,874)	0,009 (0,918)	0,021 (0,816)	0,009 (0,913)
DETTES +	-0,203 (0,009)***	-0,203 (0,008)***	-0,203 (0,008)***	-0,207 (0,007)***	-0,208 (0,007)***	-0,207 (0,007)***
TAILLE +/-	0,053 (0,566)	0,056 (0,544)	0,053 (0,561)	0,048 (0,592)	0,052 (0,560)	0,048 (0,588)
BLOC +	-0,001 (0,992)	0,023 (0,768)		0,000 (1,000)	0,031 (0,679)	
ADM -	-0,165 (0,033)**	-0,165 (0,031)**	-0,165 (0,030)**	-0,168 (0,029)**	-0,168 (0,027)**	-0,168 (0,027)**
CAC -	0,064 (0,431)	0,062 (0,443)	0,064 (0,428)	0,072 (0,373)	0,069 (0,392)	0,072 (0,370)
RNNM -	-0,618 (0,000)***	-0,622 (0,000)***	-0,618 (0,000)***	-0,623 (0,000)***	-0,628 (0,000)***	-0,623 (0,000)***

***, **, * coefficient Béta respectivement significatif au seuil de 1, 5 et 10% selon test t de student, ^{ns} : non significatif

L'examen des facteurs politico-contractuels et de gouvernance révèle que trois variables ont un effet significatif sur le niveau de gestion des résultats des dirigeants. Premièrement, la proportion d'administrateurs indépendants siégeant au conseil d'administration (ADM) est associée négativement au niveau de choix comptables discrétionnaires opérés par les dirigeants pour améliorer leurs bénéfices (Betas de -0,165 significatifs à 5%). Ce résultat, s'il conforte les travaux antérieurs (Peasnell et al. 2000 ; Klein, 2002) relatifs au contrôle dissuasif de ces administrateurs sur la gestion des résultats, milite en faveur d'une ouverture accrue des conseils à cette catégorie d'administrateurs dans une perspective d'amélioration de la gouvernance comme le préconisent les rapports Vienot II et Bouton. Deuxièmement, il apparaît que plus la performance de l'absorbante (RNNM) est faible avant l'opération plus les dirigeants gèrent leurs bénéfices à la hausse (Betas entre -0,618 et -0,622 significatifs à 1%). En effet, les dirigeants ayant tout intérêt à présenter des performances élevées pour minimiser le prix de l'opération, l'incitation à gérer les chiffres comptables devient d'autant plus forte que les bénéfices réels sont faibles. Troisièmement, les résultats montrent une relation inverse entre les niveaux d'endettement (DETTES) et de gestion des résultats (Betas de -0,203 significatifs à 1%) contrairement aux prédictions de la théorie politico-contractuelle. Ainsi, l'endettement constituerait non pas une incitation à la gestion à la hausse des résultats mais au

contraire un frein pouvant conduire les dirigeants à adopter une attitude comptable conservatrice lorsque les dettes augmentent. Pour Piot et Janin (2007), l'importance accordée au principe de prudence dans le cadre normatif comptable français pour protéger les intérêts des créanciers, peut justifier un degré de prudence des dirigeants dans la gestion des chiffres comptables augmentant avec l'intérêt des créanciers dans la société. Selon eux, l'endettement peut donc agir dans le contexte français comme un mécanisme de contrôle destiné à prévenir des pratiques de gestion à la hausse des résultats. Dans le contexte spécifique des fusions, il est en sus possible d'expliquer ce comportement en raison même des motivations prévalant au déclenchement de l'opération. Si au-delà du rapport de force pouvant s'exercer entre les sociétés pour la fixation de la parité, l'opération projetée vise à dégager des synergies financières en réduisant les coûts de faillite de l'entité regroupée, la nécessité de gérer à la hausse les résultats pour satisfaire aux exigences des créanciers lorsque l'endettement est élevé peut devenir moins prégnante. Le niveau d'endettement des sociétés de l'échantillon étant en outre relativement bas, leurs préoccupations à gérer les résultats peuvent dans le cas d'espèce paraître accessoires.

S'agissant des autres variables tests, elles exercent une influence conforme à nos attentes sans toutefois présenter des coefficients statistiquement significatifs. Ainsi, considérées isolément la taille relative de l'opération (TREL) et l'existence d'effets dilutifs attendus (DIL) ne semblent pas des facteurs suffisants pour expliquer la gestion des résultats des dirigeants. Il en est de même pour la nature de l'opération (NAT) et l'intervention d'un grand commissaire à la fusion (CAF).

L'examen des estimations du modèle 2, qui intègre l'effet combiné de la taille relative de l'opération et des effets dilutif, révèle une légère amélioration des résultats. Si dans l'ensemble les résultats confirment les précédentes observations, il apparaît que la variable d'interaction (TREL*DIL) est associée positivement aux *Accruals* discrétionnaires (Betas entre 0,123 et 0,126 significatifs à 10%). Ainsi les dirigeants gèrent davantage à la hausse leurs résultats lorsque la taille relative de l'opération est importante et lorsque des effets dilutifs sont attendus. Ces deux conditions semblent donc simultanément nécessaires pour affecter substantiellement les comportements comptables des dirigeants.

L'examen des résultats obtenus à partir des échantillons scindés soutient ces premières constatations mais amène à des conclusions sensiblement différentes selon que l'absorbante est à l'initiative ou la cible de l'opération. Si pour l'échantillon de sociétés absorbantes cibles, l'impact des variables UCC, DETTES, ADM et RNNM est confirmé, deux points méritent d'être soulignés. D'une part, la présence d'investisseurs institutionnels disposant d'une part importante des droits de vote (BLOC ZZ) incite les dirigeants à davantage gérer leurs bénéfices (Betas de 0,211 et 0,208 significatifs à 10%). Ces actionnaires étant d'autant plus touchés par les effets dilutifs de la fusion qu'ils détiennent une part importante du capital et des droits de vote, ils adoptent un comportement actif visant à inciter les dirigeants à gérer à la hausse leurs résultats lorsqu'ils sont la cible de l'opération. D'autre part, l'effet combiné de la taille relative et des effets dilutifs n'apparaît plus comme un facteur explicatif des choix discrétionnaires des dirigeants. Si une partie de la littérature suggère que les dirigeants des sociétés cibles gèrent leurs résultats de sorte à influencer la parité, une autre considère que leurs motivations à agir résident dans la maximisation de leurs intérêts personnels (amélioration de leur rémunération, réduction des risques de perte de leur emploi). Dans cette

optique, les dirigeants cibles semblent tenter d'augmenter leur performance sans toutefois véritablement chercher à modifier le nombre d'actions à émettre et les effets dilutifs subséquents pour leurs actionnaires.

S'agissant des sociétés absorbantes initiatrices, l'impact des variables DETTES, RNNM et TREL*DIL restent semblables à l'échantillon global contrairement à ceux des variables UCC et ADM, qui s'ils sont conformes au sens attendu, deviennent non significatifs. Aussi, le modèle 2 intégrant l'actionnariat prépondérant d'une famille dirigeante ou d'un dirigeant avec sa famille suggère que la détention en droits de vote des dirigeants (DIR) affecte positivement leur gestion des résultats (Betas de 0,22 et 0,211 significatifs à 10%), conformément à l'hypothèse d'Erickson et Wang (1999). Contrairement à l'échantillon d'absorbantes cibles, les dirigeants initiateurs semblent gérer leurs résultats pour réduire le nombre d'actions à émettre et les effets dilutifs qu'ils supportent.

Tableau 5: Modèle explicatif des Accruals discrétionnaires des sociétés absorbantes (MCO)
Echantillons scindés

MODELE 1				MODELE 2		
	Zinzins	Famille	Dirigeant	Zinzins	Famille	Dirigeant
ECHANTILLON CIBLES (n=49)						
Constante	0,093 (0,284)	0,138 (0,121)	0,130 (0,138)	0,091 (0,264)	0,142 (0,086)*	0,134 (0,101)
TREL +	0,021 (0,858)	0,030 (0,808)	0,035 (0,773)			
DIL +	0,072 (0,526)	0,031 (0,793)	0,046 (0,692)			
TREL*DIL +				0,044 (0,672)	0,007 (0,946)	0,024 (0,823)
NAT -	-0,119 (0,270)	-0,110 (0,327)	-0,122 (0,273)	-0,112 (0,267)	-0,115 (0,270)	-0,125 (0,227)
UCC +	-0,301 (0,008)***	-0,242 (0,027)**	-0,239 (0,028)**	-0,298 (0,007)***	-0,236 (0,026)**	-0,232 (0,027)**
CAF -	-0,049 (0,665)	-0,100 (0,403)	-0,078 (0,502)	-0,029 (0,772)	-0,101 (0,347)	-0,073 (0,474)
DIR +	-0,104 (0,432)	-0,135 (0,326)	-0,170 (0,197)	-0,087 (0,483)	-0,127 (0,317)	-0,161 (0,185)
DETTES +	-0,212 (0,054)*	-0,231 (0,043)**	-0,222 (0,049)**	-0,201 (0,059)*	-0,223 (0,043)**	-0,213 (0,051)*
TAILLE +/-	-0,045 (0,728)	-0,090 (0,503)	-0,075 (0,571)	-0,034 (0,786)	-0,087 (0,504)	-0,069 (0,588)
BLOC +	0,211 (0,079)*	0,097 (0,411)		0,208 (0,078)*	0,101 (0,386)	
ADM -	-0,215 (0,052)*	-0,197 (0,082)*	-0,199 (0,078)*	-0,210 (0,056)*	-0,199 (0,078)*	-0,199 (0,077)*
CAC -	0,170 (0,142)	0,118 (0,312)	0,125 (0,278)	0,174 (0,126)	0,122 (0,288)	0,130 (0,252)
RNNM -	-0,580 (0,000)***	-0,620 (0,000)***	-0,606 (0,000)***	-0,577 (0,000)***	-0,618 (0,000)***	-0,602 (0,000)***
ECHANTILLON INITIATRICES (n=49)						
Constante	-0,070 (0,457)	-0,083 (0,408)	-0,084 (0,368)	-0,068 (0,436)	-0,089 (0,353)	-0,080 (0,360)
TREL +	0,166 (0,160)	0,182 (0,143)	0,181 (0,125)			
DIL +	0,132 (0,271)	0,129 (0,288)	0,129 (0,281)			
TREL*DIL +				0,280 (0,014)**	0,280 (0,016)**	0,282 (0,014)**
NAT -	-0,021 (0,877)	0,010 (0,940)	0,010 (0,938)	-0,035 (0,782)	0,002 (0,987)	0,001 (0,991)
UCC +	0,030 (0,818)	0,004 (0,973)	0,004 (0,977)	0,075 (0,554)	0,040 (0,752)	0,042 (0,733)
CAF -	0,042 (0,708)	0,050 (0,679)	0,052 (0,644)	0,022 (0,837)	0,044 (0,705)	0,035 (0,750)
DIR +	0,146 (0,284)	0,192 (0,153)	0,194 (0,132)	0,160 (0,208)	0,220 (0,086)*	0,211 (0,082)*
DETTES +	-0,256 (0,069)*	-0,238 (0,092)*	-0,238 (0,087)*	-0,263 (0,051)*	-0,240 (0,075)*	-0,240 (0,072)*
TAILLE +/-	0,179 (0,188)	0,182 (0,207)	0,184 (0,178)	0,190 (0,129)	0,201 (0,139)	0,190 (0,132)
BLOC +	-0,128 (0,318)	-0,005 (0,967)		-0,146 (0,230)	0,030 (0,804)	
ADM -	-0,186 (0,123)	-0,155 (0,187)	-0,155 (0,181)	-0,206 (0,068)*	-0,169 (0,126)	-0,171 (0,116)
CAC -	0,070 (0,558)	0,053 (0,660)	0,053 (0,657)	0,092 (0,425)	0,071 (0,540)	0,072 (0,526)
RNNM -	-0,611 (0,000)***	-0,604 (0,000)***	-0,606 (0,000)***	-0,624 (0,000)***	-0,625 (0,000)***	-0,616 (0,000)***

4.2.3. Problème d'endogénéité et analyses complémentaires

Selon Fields et al. (2001), une majorité des études empiriques relatives aux choix comptables des dirigeants souffrent de problèmes économétriques se traduisant par des résultats avec un pouvoir explicatif faible et des estimations peu fiables. Parmi eux, le problème d'endogénéité survenant lorsqu'une au moins des variables explicatives est déterminée conjointement avec la variable expliquée, n'a été identifié que récemment en comptabilité financière (Chenhall et Moers, 2007) et peut conduire à des estimateurs biaisés avec la technique des MCO.

Afin de conforter nos résultats et contrôler ce biais potentiel, un modèle d'équations simultanées, se concentrant sur le caractère endogène de la variable UCC (utilisation des critères comptables), a été testé. En effet, la discrétion des dirigeants peut dans le contexte français des fusions-absorptions s'exercer tant par des choix de sélection et de combinaison des critères de parité que par des choix en matière de gestion des résultats (Boutant, 2009). Si dans les précédentes analyses, UCC a été considérée comme un déterminant des *Accruals* discrétionnaires, l'absence d'une détermination conjointe ne peut être garantie et est donc contrôlée.

La variable UCC étant binaire, le travail consiste d'abord à prédire l'occurrence de la variable UCC à partir d'un modèle Probit intégrant un lot de variables exogènes, dont certaines dites instruments ne figurent pas dans le modèle prédisant les *Accruals* discrétionnaires. Trois variables exogènes ont été retenues : l'initiative de l'opération (INIT), l'appartenance de la société absorbante aux secteurs de la haute technologie et de la distribution (SECT) ainsi que le % de flottant de ses titres (FLOT)¹². Le travail consiste ensuite à régresser, selon la technique des MCO, les *Accruals* discrétionnaires sur les variables du modèle initial en intégrant en sus un terme correctif du biais d'endogénéité, appelé «Inverse du Ratio de Mill», calculé à partir des estimations du modèle Probit précédent. La signification du coefficient de ce terme correcteur $\bar{\lambda}_i$ indique alors si le biais est avéré ou non. Ces nouvelles analyses ont été réalisées à partir du logiciel STATA.

Seuls les résultats obtenus pour l'échantillon global et l'échantillon d'absorbantes initiatrices révèlent un biais d'endogénéité avéré ($\bar{\lambda}_i$ étant statistiquement significatifs aux seuils de 5 ou 10%) et sont donc discutés.

Les résultats de l'échantillon global (tableau 6) amènent à des conclusions sensiblement identiques à celles formulées en utilisant la technique des MCO. Toutes les variables TREL*DIL, INIT, UCC, ADM, DETTES, RNNM sont significatives et conformes aux résultats précédents. Cela étant, les nouveaux coefficients de la variable UCC sont supérieurs en valeur absolue (coefficients entre -0,085 et -0,093) à ceux obtenus auparavant (coefficients non standardisés de -0,031 pour chacun des modèles, non rapportés dans le tableau 4). Ceci indique donc que l'effet dissuasif de la variable UCC sur la gestion des résultats avait initialement été sous-estimé en raison du biais d'endogénéité. Au-delà, deux variables supplémentaires affectent significativement les choix discrétionnaires des dirigeants. La première, la variable NAT, indique conformément à H4 que les sociétés absorbantes lors de restructurations gèrent davantage leurs résultats que lors des prises de contrôle (coefficients entre -0,028 et -0,030 significatifs à 10%). La seconde, la variable TREL, influence positivement le niveau de gestion des résultats (coefficients entre 0,029 et 0,030 significatifs à 5%) et soutient H1. Au final et contrairement aux conclusions initiales, la grande taille relative de opération suffit à exercer une influence notable sur les choix discrétionnaires des

dirigeants. Toutefois, cette relation se trouve accentuée lorsque des effets dilutifs sont également attendus.

**Tableau 6: Modèle explicatif des *Accruals* discrétionnaires des sociétés absorbantes
(Effets de traitement – 2 étapes) – Echantillon global (n=98)**

MODELE 1				MODELE 2		
	Zinzins	Famille	Dirigeant	Zinzins	Famille	Dirigeant
Variable dépendante = AD						
Constante	0,045 (0,434)	0,045 (0,431)	0,048 (0,393)	0,069 (0,208)	0,067 (0,216)	0,072 (0,182)
TREL +	0,030 (0,039)**	0,029 (0,045)**	0,030 (0,042)**			
DIL +	0,022 (0,150)	0,021 (0,181)	0,021 (0,134)			
TREL*DIL +				0,032 (0,023)**	0,031 (0,027)**	0,032 (0,024)**
INIT +	0,055 (0,006)***	0,056 (0,005)***	0,055 (0,006)***	0,048 (0,011)**	0,049 (0,009)***	0,048 (0,011)**
NAT -	-0,028 (0,076)*	-0,029 (0,063)*	-0,029 (0,064)*	-0,029 (0,064)*	-0,030 (0,052)*	-0,030 (0,054)*
UCC +	-0,093 (0,008)***	-0,092 (0,007)***	-0,090 (0,008)***	-0,088 (0,011)**	-0,088 (0,009)***	-0,085 (0,011)**
CAF -	-0,006 (0,707)	-0,006 (0,691)	-0,006 (0,677)	-0,005 (0,693)	-0,006 (0,671)	-0,006 (0,664)
DIR +	-0,001 (0,986)	0,003 (0,936)	-0,004 (0,905)	-0,003 (0,915)	0,001 (0,997)	-0,006 (0,833)
DETTES +	-0,024 (0,002)***	-0,025 (0,002)***	-0,025 (0,002)***	-0,025 (0,001)***	-0,025 (0,001)***	-0,025 (0,001)***
TAILLE +/-	0,003 (0,534)	0,003 (0,510)	0,002 (0,556)	0,002 (0,587)	0,002 (0,552)	0,002 (0,608)
BLOC +	0,006 (0,728)	0,013 (0,516)		0,006 (0,736)	0,016 (0,429)	
ADM -	-0,091 (0,014)**	-0,093 (0,011)**	-0,092 (0,012)**	-0,093 (0,013)**	-0,095 (0,010)***	-0,094 (0,010)***
CAC -	0,010 (0,590)	0,009 (0,635)	0,001 (0,593)	0,013 (0,491)	0,011 (0,548)	0,013 (0,494)
RNNM -	-0,731 (0,000)***	-0,742 (0,000)***	-0,733 (0,000)***	-0,737 (0,000)***	-0,750 (0,000)***	-0,740 (0,000)***
Variable dépendante = UCC						
Constante	0,845 (0,007)***	0,845 (0,007)***	0,845 (0,007)***	0,845 (0,007)***	0,845 (0,007)***	0,845 (0,007)***
INIT +	1,001 (0,001)***	1,001 (0,001)***	1,001 (0,001)***	1,001 (0,001)***	1,001 (0,001)***	1,001 (0,001)***
SECT -	-0,960 (0,003)***	-0,960 (0,003)***	-0,960 (0,003)***	-0,960 (0,003)***	-0,960 (0,003)***	-0,960 (0,003)***
FLOT -	-2,234 (0,002)***	-2,234 (0,002)***	-2,234 (0,002)***	-2,234 (0,002)***	-2,234 (0,002)***	-2,234 (0,002)***
Wald (chi²)	154,50 (0,000)***	155,13 (0,000)***	154,44 (0,000)***	152,68 (0,000)***	153,76 (0,000)***	152,60 (0,000)***
Lambda $\bar{\lambda}_i$	0,043 (0,045)**	0,044 (0,041)**	0,042 (0,048)**	0,041 (0,056)*	0,042 (0,048)**	0,040 (0,059)*

L'analyse de l'échantillon de sociétés absorbantes initiatrices (tableau 7) conforte également les premières constatations. Les variables TREL*DIL, DIR, DETTES et RNNM conservent leur caractère significatif. Par ailleurs, il ressort comme pour l'échantillon global, que l'effet dissuasif de la variable UCC avait antérieurement été sous-estimé en raison du biais d'endogénéité. Désormais, l'utilisation de critères comptables (coefficients entre -0,089 et -0,096 significatifs à 10 % pour les modèles Famille et Dirigeant) ainsi que la proportion d'administrateurs indépendants (coefficients entre -0,131 et -0,154 significatifs à 1 ou 5%) modèrent le niveau de gestion des résultats des dirigeants initiateurs. Inversement, la taille relative de l'opération (TREL) accroît l'ampleur de ces comportements, tout comme la variable de contrôle TAILLE (coefficients entre 0,009 et 0,010 significatifs à 10% pour tous les modèles à l'exception du modèle 1 Zinzins dont la signification excède très légèrement ce seuil). Ainsi, plus l'absorbante initiatrice est de grande taille, plus ses dirigeants sont incités à adopter des choix comptables discrétionnaires maximisant leurs résultats.

**Tableau 7: Modèle explicatif des Accruals discrétionnaires des sociétés absorbantes
(Effets de traitement – 2 étapes) – Echantillon initiatrices (n=49)**

MODELE 1				MODELE 2		
	Zinzins	Famille	Dirigeant	Zinzins	Famille	Dirigeant
Variable dépendante = AD						
Constante	0,017 (0,849)	0,010 (0,919)	0,013 (0,882)	0,030 (0,725)	0,010 (0,907)	0,027 (0,752)
TREL +	0,050 (0,021)**	0,052 (0,019)**	0,053 (0,014)**			
DIL +	0,031 (0,174)	0,031 (0,183)	0,031 (0,184)			
TREL*DIL +				0,076 (0,000)***	0,077 (0,000)***	0,077 (0,000)***
NAT -	-0,015 (0,504)	-0,011 (0,608)	-0,011 (0,607)	-0,018 (0,390)	-0,013 (0,527)	-0,013 (0,532)
UCC +	-0,086 (0,111)	-0,096 (0,073)*	-0,095 (0,073)*	-0,078 (0,135)	-0,095 (0,078)*	-0,089 (0,087)*
CAF -	-0,006 (0,768)	-0,005 (0,836)	-0,006 (0,784)	-0,012 (0,567)	-0,007 (0,753)	-0,011 (0,604)
DIR +	0,060 (0,234)	0,076 (0,121)	0,073 (0,123)	0,062 (0,190)	0,087 (0,065)*	0,078 (0,084)*
DETTES +	-0,058 (0,012)**	-0,056 (0,017)**	-0,056 (0,017)**	-0,059 (0,008)***	-0,056 (0,013)**	-0,055 (0,013)**
TAILLE +/-	0,009 (0,103)	0,010 (0,096)*	0,009 (0,100)*	0,009 (0,084)*	0,010 (0,060)*	0,009 (0,091)*
BLOC +	-0,018 (0,446)	0,006 (0,848)		-0,023 (0,299)	0,021 (0,478)	
ADM -	-0,140 (0,008)***	-0,131 (0,013)**	-0,131 (0,013)**	-0,154 (0,002)***	-0,142 (0,004)***	-0,142 (0,004)***
CAC -	0,012 (0,723)	0,008 (0,826)	0,008 (0,819)	0,021 (0,532)	0,014 (0,675)	-0,016 (0,641)
RNNM -	-0,708 (0,000)***	-0,707 (0,000)***	-0,701 (0,000)***	-0,715 (0,000)***	-0,728 (0,000)***	-0,705 (0,000)***
Variable dépendante = UCC						
Constante	1,700 (0,000)***	1,700 (0,000)***	1,700 (0,000)***	1,700 (0,000)***	1,700 (0,000)***	1,700 (0,000)***
SECT -	-1,263 (0,008)***	-1,263 (0,008)***	-1,263 (0,008)***	-1,263 (0,008)***	-1,263 (0,008)***	-1,263 (0,008)***
FLOT -	-1,702 (0,064)*	-1,702 (0,064)*	-1,702 (0,064)*	-1,702 (0,064)*	-1,702 (0,064)*	-1,702 (0,064)*
Wald (chi²)	90,49 (0,000)***	87,67 (0,000)***	87,51 (0,000)***	101,89 (0,000)***	95,17 (0,000)***	96,04 (0,000)***
Lambda $\bar{\lambda}_i$	0,068 (0,036)**	0,073 (0,025)**	0,072 (0,025)**	0,071 (0,023)*	0,078 (0,016)**	0,075 (0,017)*

5. Conclusion

Le présent papier étudie les déterminants de la gestion des résultats des dirigeants de sociétés absorbantes initiatrices et cibles de fusions françaises. Fondée sur le constat de Young (2008) selon lequel les raisons précises incitant et contraignant les dirigeants à manipuler leurs comptes avant une telle opération restent aujourd'hui peu étudiées et floues, cette recherche teste plus précisément l'influence de facteurs contextuels de l'opération sur les *Accruals* discrétionnaires des dirigeants, estimés à partir d'une version modifiée du modèle de Jones (1991). Une étude, consistant en des analyses de régression multiple selon les techniques des MCO et d'équations simultanées, a ainsi été réalisée, et ce à partir d'un échantillon de fusions-absorptions visées par la COB (AMF) au cours de la période 1997-2006.

Celle-ci révèle tout d'abord que la gestion des résultats des dirigeants avant l'opération s'explique d'une part par des facteurs contextuels tels que la taille relative de l'opération, l'existence d'effets dilutifs attendus, la nature, l'initiative de l'opération et le choix des critères d'évaluation servant à déterminer la parité, puis d'autre part, par des facteurs politico-contractuels ou de gouvernance comme l'intéressement des dirigeants, l'endettement, la taille de la société, la structure d'actionnariat et du conseil d'administration ainsi que le niveau de résultats réels. Ensuite, cette étude met en évidence deux logiques différentes sous-jacentes aux comportements comptables des dirigeants initiateurs et cibles de l'opération. En effet, s'il

apparaît clairement que les dirigeants des sociétés absorbantes initiatrices gèrent leurs résultats afin de réduire le nombre d'actions à émettre et les effets dilutifs subséquents, l'objectif des dirigeants des sociétés cibles semble ailleurs, dans la préservation de leurs intérêts personnels plutôt que dans la véritable minimisation du coût de l'opération pour les actionnaires.

Malgré les limites inhérentes à ce type de recherche, qui sont essentiellement liées au phénomène de réduction instrumentale résultant de l'utilisation de *proxies* indispensables au test des hypothèses (tels que les *Accruals* discrétionnaires, la taille relative de l'opération ou les effets dilutifs attendus), ce papier contribue à améliorer la compréhension des pratiques comptables des dirigeants lors de fusions acquisitions. En particulier, ce travail enrichit la littérature existante sur la gestion des résultats lors d'opérations de rapprochement financées par actions en montrant, à partir de fusions-absorptions françaises, le rôle majeur des déterminants contextuels. Plus largement, l'identification des facteurs incitatifs et limitatifs des choix discrétionnaires des dirigeants lors des fusions peut permettre de faciliter la détection des situations où les enjeux et risques de transferts de richesses sont exacerbés ainsi que l'identification des mécanismes de contrôle actuels efficaces ou non. A ce titre, ce travail peut donc contribuer à orienter les futures réflexions des régulateurs. En l'espèce, la présence d'administrateurs indépendants ayant un effet dissuasif, ceci encourage l'élargissement des conseils à cette catégorie d'acteurs. La présence de grands commissaires aux comptes et à la fusion n'ayant au contraire aucun effet, elle interroge sur les modalités d'exercice de leurs missions respectives et peut contribuer en ce sens au débat récent sur la redéfinition des missions du commissaire à la fusion initié suite au rapport Naulot (2005) et à la loi n°2008-649 de juillet 2008 quant à la dispense d'examen des projets de fusion par ces commissaires sur demande unanime des actionnaires.

A l'issue de ce travail, plusieurs perspectives de recherche sont ouvertes. L'une d'entre elles pourrait consister en un approfondissement des relations existantes entre les motivations des dirigeants et la combinaison des différents instruments de manipulation de la parité. Une autre voie pourrait résider dans l'élargissement de ce travail à d'autres contextes institutionnels et d'autres opérations de fusions acquisitions.

Bibliographie

- Amihud, Y., Lev, B., Travlos, N. (1990). Corporate control and choice of investment financing: the case of corporate acquisition. *Journal of Finance* 45 (2): 603-616.
- Asano, T., Ishii, Y., Nakayama, S., Tashiro, T. (2007). *Earnings management and the market performance of acquiring firms in stock-for-stock mergers – Evidence from Japan*. 30th annual congress of European Accounting Association conference, Lisbonne.
- Becker, C., DeFond, M., Jambalvo, J., Subramanyam, K. R. (1998). The effect of audit quality on earnings management. *Contemporary Accounting Research* 15 (1): 1-24.
- Botsari, A., Meeks, G. (2008). Do acquirers manage earnings prior to a share for share bid? *Journal of Business Finance and Accounting* 35 (5-6): 633-670.
- Boutant, J. (2009). *Pratiques comptables des dirigeants en matière d'approche multicritères et de gestion des résultats lors des fusions-absorptions françaises*. 30^{ème} congrès annuel de l'Association Francophone de Comptabilité, Strasbourg.

- Chalayer, S., Dumontier, P. (1996). *Performances économiques et manipulations comptables : une approche empirique*. 17^{ème} congrès annuel de l'Association Francophone de Comptabilité, Valenciennes.
- Chenhall, R.H., Moers, F. (2007). The issue of endogeneity within theory-based, quantitative management accounting research. *European Accounting Review* 16 (1): 173-195.
- Christie, A. E., Zimmerman, J. L. (1994). Efficient and opportunistic choices of accounting procedures: corporate control contests. *The Accounting Review* 69 (4): 539-566.
- Cormier, D., Magnan, M., Morard, B. (1998). La gestion stratégique des résultats : Le modèle anglo-saxon convient-il au contexte suisse ? *Comptabilité – Contrôle - Audit* 4(1) : 25-48.
- Da Silva Rosa, R., Sheung, A., Walter, T. (2000). *Is earnings management systematically associated with the use of stock payment in takeovers?* Working Paper, University of Sydney.
- DeAngelo, L.E. (1981). Auditor size and audit quality. *Journal of Accounting and Economics* 3(3): 183-199.
- Dechow, P.M., Sloan, R.G., Sweeney, A.P. (1995). Detecting earnings management. *The Accounting Review* 70 (2): 193-226.
- Defond, M.L., Jiambalvo, L. (1991). Incidence and circumstances of accounting errors. *The Accounting Review* 66 (3): 643-655.
- Djama, C., Boutant, J. (2006). Stratégie comptable des dirigeants et parité d'échange : le cas des fusions françaises. *Comptabilité - Contrôle - Audit* 12 (2): 191-218.
- Dumontier, P., Raffournier, B. (1989). L'information comptable : pour qui? Pour quoi? *Revue Française de Gestion* 73 : 23-29.
- Easterwood, C. (1998). Takeovers and incentives for earnings management: an empirical analysis. *Journal of Applied Business Research* 14 (1): 29-47.
- Erickson, M., Wang, S. (1999). Earnings management by acquiring firms in stock for stock mergers. *Journal of Accounting and Economics* 27 (2): 149-176.
- Fields, T., Lys, T., Vincent, L. (2001). Empirical research on accounting choice. *Journal of Accounting and Economics* 31 (1-3): 255-307.
- Francis, J., Maydew, E., Sparks, C. (1999). The role of big six auditors in the credible reporting of accruals. *Auditing: a Journal of Theory and Practice* 18 (2): 17-35.
- Francoeur, C., Rakoto, P., (2007). *Earnings management and post-merger financial performance of Canadian acquiring firms*. Cahier de Recherche, HEC Montréal.
- Graham, J., Harvey, C. (2001). The theory and practice of corporate finance: evidence from the field. *Journal of Financial Economics* 60(2-3): 187-243.
- Healy, P, Wahlen, J. M. (1999). A review of the earnings management literature and its implications for standard settings. *Accounting Horizons* 13 (4): 365-383.
- Hair, J.F., Black, W.C., Babin, B.J., Anderson, R.E., Tatham, R.L. (2006). *Multivariate data analysis*. 6th edition, Upper Saddle River: Pearson Prentice Hall.
- Heron, R., Lie, E. (2002). Operating performance and the method of payment in takeovers. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 37 (1): 137-155.
- Jeanjean, T. (2002). *Gestion des résultats et gouvernement d'entreprise : une analyse des déterminants et formulation d'un modèle de mesure*. Doctorat en sciences de gestion, Paris: Université Paris Dauphine.
- Jones, J. (1991). Earnings management during import relief investigations. *Journal of Accounting Research* 29 (2): 193-228.
- Kim, J., Chung, R., Firth, M. (2003). Auditor conservatism, asymmetric monitoring and earnings management. *Contemporary Accounting Research* 20 (2): 323-359.

- Klein, A. (2002). Audit committee, board of director characteristics, and earnings management. *Journal of Accounting and Economics* 33 (3): 375-400.
- Le Nadant, A. L. (1999). La gestion des résultats comptables précédant les opérations de LBO françaises. *Comptabilité – Contrôle - Audit* 5 (2): 61-82.
- Louis, H. (2004). Earnings management and the market performance of acquiring firms. *Journal of Financial Economics* 74 (1): 121-148.
- Martinez, I. (1994). *La pertinence de l'information comptable dans les rendements boursiers : une étude empirique sur le marché français*. Doctorat en sciences de gestion, Toulouse: Université Toulouse 1.
- Missonier-Piera, F., Ben-Amar, W. (2007). La gestion des résultats comptables lors des prises de contrôle : une analyse dans le contexte suisse. *Comptabilité – Contrôle - Audit* 13 (1): 137-156.
- North, D. S., O'Connell, B. T. (2002). *Earnings management and mode of payment in takeovers*. Working Paper, University of Richmond Virginia.
- Peasnell, K.V., Pope, P.F., Young, S. (2000). Detecting earnings management using cross-sectional abnormal accruals models. *Accounting and Business Research* 30 (4): 313-326.
- Perier, S. (1997). *Gestion des résultats comptables et introduction en bourse : hypothèses et résultats empiriques*. 14^{ème} journée internationale de l'Association Française de Finance, Grenoble.
- Piot, C., Janin, R. (2007). External auditors, audit committees and earnings management in France. *European Accounting Review* 16 (2): 429-454.
- Pochet, C. (1998). Inefficacité des mécanismes de contrôle managérial : le rôle de l'information comptable dans le gouvernement d'entreprise. *Comptabilité – Contrôle - Audit* 4 (2) : 71-88.
- Pochet, C. (2000). *L'audit des risques dans les opérations de fusions – acquisitions : le cas Aérospatiale – Matra*. 11^{ème} congrès annuel de l'Association Francophone de Comptabilité, Angers.
- Rahman, A.R., Bakar, A.A. (2002). *Earnings management and acquiring firms preceding acquisitions in Malaysia*. APFA/PACAP/FMA Finance International Conference, Tokyo.
- Rees, L., Gill, S., Gore, R. (1996). An investigation of asset write-downs and concurrent abnormal accruals. *Journal of Accounting Research* 34 (3): 157-169.
- Shivakumar, L. (2000). Do firms mislead investors by overstating earnings before seasoned equity offerings? *Journal of Accounting and Economic* 29 (3): 339-371.
- Sundgren, S. (2003). *Earnings management preceding acquisitions*. Working Paper, Swedish School of Economics and Business Administration.
- Thauvron, A. (2000). *Mesures et gestion de l'asymétrie d'information avant une offre publique*. Doctorat en sciences de gestion, Paris: Université Paris Val de Marne.
- Trébucq, S. (2000). *Conséquences des méthodes d'évaluation sur la détermination des valeurs d'échange : le cas des fusions françaises de 1992 à 1996*. Doctorat en sciences de gestion, Bordeaux: Université Bordeaux 4.
- Watts, R. L., Zimmerman, J. L. (1986). *Positive accounting theory*. Englewood Cliffs: Prentice-Hall International Editions.
- Watts, R.L., Zimmerman, J.L. (1990). Positive accounting theory: a ten year perspective. *The Accounting Review* 65 (1): 131-156.
- Young, S. (2008). Discussion of Do acquirers manage earnings prior to a share for share bid? *Journal of Business Finance and Accounting* 35 (5-6): 671-678.

Notes

¹ Statistiques extraites du rapport Thomson Financial intitulé « *Global M&A Financial Advisory* » du 4^{ème} trimestre 2007, <http://online.thomsonreuters.com/>.

² Selon Healy et Wahlen (1999), la gestion des résultats intervient lorsque « les dirigeants utilisent leur latitude discrétionnaires dans le processus de comptabilité financière et la structuration des transactions pour modifier les états financiers soit pour induire en erreur certaines parties prenantes sur les performances réelles de l'entreprise, soit pour influencer les enjeux contractuels qui reposent sur les nombres comptables ».

³ Les *Accruals* (traduits par variables comptables de régularisation) recensent l'ensemble des ajustements comptables qui permettent de passer d'une comptabilité de trésorerie à une comptabilité d'engagement. Ils correspondent à la différence entre le résultat net d'un exercice et les flux de trésorerie générés par l'activité de l'entreprise sur cette même période.

⁴ A l'instar des travaux de Perier (1997) et Le Nadant (1999), les comptes sociaux sont préférés aux comptes consolidés. Ce choix se justifie par le fait qu'une majorité des fusions-absorptions françaises impliquent des sociétés disposant de liens de capital et de contrôle importants (>40%). Ces sociétés opèrent de fait une consolidation des comptes des unes par les autres. L'étude de comptes individuels évite dès lors la prise en compte des agrégations des postes comptables, dont ceux des filiales potentiellement manipulables et permet ainsi d'isoler la gestion des résultats opérée par la seule société absorbante.

⁵ *Point Risk* a été préférée à la base de données *Diane* car une collaboration avec l'éditeur de la première (Dun & Bradstreet) nous a permis d'obtenir un historique d'informations (jusqu'en 1991) supérieur à celui proposé par *Diane* (10 ans).

⁶ Ceci nous permet de considérer les facteurs économiques propres à chaque secteur d'activité mais aussi de limiter l'impact de choix ponctuel relatif à un exercice donné. En outre, l'utilisation des observations des sociétés absorbantes pour estimer les paramètres des modèles revient à considérer que ceux-ci suivent une évolution dans le temps spécifique aux sociétés absorbantes.

⁷ 10 secteurs : Energies et eau, Agro-alimentaire, Chimie-plastique-pharmacie, Métallurgie et sidérurgie, Machines et équipements, BTP et manutention, Textile et habillement, Haute technologie, Distribution, Services et communication

⁸ Les *accruals* discrétionnaires ont également été calculés pour l'exercice t-2 et pour un échantillon de contrôle composé de 107 sociétés n'ayant pas participé à une fusion-absorption et étant comparables en termes de taille (appréciée par le total d'actif t-1) et d'activité (appréciée par le code NAF à 2 ou 3 chiffres). Les résultats non reportés ici, n'indiquent pas de gestion des résultats significative ni pour les sociétés absorbantes en t-2, ni pour les sociétés de contrôle.

⁹ Selon le classement 2006 des cabinets d'audit publié en avril 2007 dans la revue *La Profession Comptable* n°290, les 5 plus grands cabinets français en termes de chiffre d'affaires sont KPMG, Ernst & Young, PriceWaterhouseCoopers, Deloitte puis Mazars. Ce dernier est intégré à la liste des grands cabinets car il se distingue substantiellement des autres cabinets nationaux de par ses revenus proches de ceux des *Big 4*. Compte tenu de la période d'étude, RSM Salustro Reydel est également ajouté à cette liste car ayant fusionné avec KPMG en 2004, il doit être considéré distinctement avant cette date. Les résultats obtenus en ne considérant que les *Big 4* (non présentés) amènent à des conclusions similaires.

¹⁰ Si le rapport annuel mentionne le caractère dépendant ou indépendant de l'administrateur, cette information est reprise. A défaut, sont considérés comme dépendants, les administrateurs salariés ou anciens salariés et dirigeants du groupe ainsi que les membres de leur famille, les administrateurs actionnaires ou représentants de sociétés actionnaires significatifs (>10% des droits de vote), ainsi que par défaut les institutions financières. Les autres administrateurs sont à l'inverse présumés indépendants.

¹¹ Selon Hair et al. (2006), une observation est extrême si sa statistique DIFFITS est supérieure à 1 pour un échantillon de petite taille et à $2 \cdot \sqrt{\frac{p}{n}}$ pour un échantillon de grande taille (p et n étant respectivement le nombre de variables explicatives du modèle et le nombre d'observations).

¹² En intégrant ces trois variables, il est postulé que le choix des critères comptables peut être influencé (1) par l'incitation des dirigeants à réduire le nombre d'actions échangées conditionnée par leur position d'initiateur ou de cible, (2) par des pratiques d'évaluation sectorielles (la littérature montre notamment que les secteurs de la haute technologie et la distribution sont essentiellement évalués par les méthodes des flux de trésorerie actualisés et des comparables, plutôt qu'avec des méthodes patrimoniales) puis (3) par le fait que les titres de l'absorbante soit liquides ou non (dans ce dernier cas, le cours de bourse n'étant pas pertinent, la probabilité d'utiliser des critères comptables devrait être plus importante).